

中国太保(601601) 业务稳健，估值偏低

研究员：刘鹏
执业证书编号：S0570210030021
电话：025-83290919(办公室)
E-mail: pliu_yh@yahoo.com.cn
地址：南京市中山东路90号

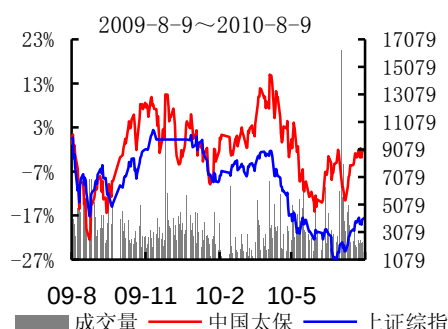
投资评级：推荐(调低)

金融服务

当前价格(元)：23.78

目标价格(元)：28

股价走势图



相关研究

- 1 《中国太保(601601):业务结构明显优化，权益类投资占比显著提高》2010.4
- 2 《中国太保(601601):利润大增&净资产减少》2009.11
- 3 《中国太保(601601):投资偏谨慎，保险业务品质明显提升》2009.8

投资要点：

- ✓ 完成业务结构调整后，公司经营风险大为降低。一是保费收入的稳定性更强了；二是资产配置压力更小了，三是业绩对短期投资收益率的敏感性降低了。
- ✓ H股融资完成后，集团偿付能力达到了445%，居上市保险公司之冠，今后几年资本需求得到了满足。
- ✓ 权益投资对公司业绩波动期决定性作用，从近几年资产配置看，公司权益投资能力还需加强。
- ✓ 上海养老险税延试点如果实施对寿险行业是重大利好。但公司是否最受益的寿险公司还需看政策细则。
- ✓ 放开传统险定价利率后，价格竞争的风险不是没有，但此时的保险公司非彼时的保险公司，此时的监管机构也非此时的监管机构，上世纪90年代的非理性价格竞争情况难以重演。新政实施后，公司产品创新的活力将会加强，传统保险的销售可能迎来一片新天地，长期来看有利于保险业回归保险保障本性，有利于发挥其核心竞争优势。
- ✓ 使用内含价值法，基于中国巨大的保费增长潜力及公司市场地位，给予25倍新业务乘数，则28元是合理市场价值。就相对估值来看，公司目前估值水平介于中国平安与中国人寿之间。综合来看，公司长期价值明显，我们维持其“推荐”评级。

一、 业务结构调整使发展风险大为降低

2008 年下半年以来，公司进行寿险业务结构调整。方向是：险种由万能向传统，分红转变；缴期由趸交向期缴转变，由较短年期向较长年期转变。截止到目前，公司业务结构已发生了根本性的转变。在 2010 年的个险渠道新单保费中，分红险占据了 90%以上，传统险占 7%左右，万能险不足 2%。银保渠道万能险已经停售，基本上全是分红险。团险渠道同样由分红险绝对主导，传统、万能险合计不足 1%。

产品结构的转变使业务风险大为降低。保费缴期由趸交向期缴的转变一方面会使保费收入的稳定性得以加强，保证保费收入不至于大幅波动；另一方面，由于保费是分期受到的，有利于平滑资产配置压力。分红险对利率敏感性没有万能险强，这样分红险具有更小的利率风险；其次，分红险往往比万能险更注重保险保障功能，而保险的保障性正是这个行业赖以生存的根本，是保险产品与其他金融产品竞争时的根本优势，我们认为具有更强保障功能的产品的市场潜力还远没有激发出来。

综合来看，我们非常认同公司目前的产品策略。

二、 融资完成保证了未来几年资本需求

上市之前，偿付能力不足是制约公司发展的主要问题。A 股上市解决了公司一部分资本问题，成功登陆 H 股后，制约公司的资本金不足问题得到了完全解决。公司年报显示，截至 2009 年底，人寿保险子公司偿付能力充足率达到了 208%，财产险子公司偿付能力充足率达到了 173%，均高于监管目标的要求。集团偿付能力达到了 445%，为各保险公司之冠。

我们认为，如此充足的偿付能力加上公司稳健保守的经营风格，公司未来 3-5 年内的资本需求基本上已经解决了。

三、 投资能力仍需加强

按通行做法，保险公司投资采用资产负债管理法。固定收益组合着眼于安全，要提供适当流动性，满足理赔，给付并维持正的利差。权益组合着眼于增长，以满足未来业务增长，并为保险负债提供额外的保障。尽管固定收益类资产占了保险公司投资资产的绝大部分，其投资收益也在整个投资收益中占了很大的比重。但由于一方面，固定收益类产品投资收益率变化一般不大，另一方面，产品成本往往也是利率敏感度，所以固定收益组合不是保险公司业绩变化的主要原因，权益组合的收益率对业绩波动起决定性作用。因此，权益投资能力对保险公司业绩在经济周期中的波动影响巨大。

从最近几年公司权益投资占比看，公司对资本市场把握能力不是特别强。当然，公司资产配置有其自身的考虑，但我们认为，公司股权投资能力有必要加强。

四、 税延优惠的朦胧利好

保监会多次提到推进上海养老险税收递延试点工作。如果养老险税延优惠政策在全国实施，这无疑对整个保险行业是一个重大利好。由于太保的总部在上海，市场总是将太保归结于最能受益于该政策试点的上市公司。实际上具体谁最受益实际上有一些不确定性。就上海寿险市场来看，论保费收入太保只是第五位，排在平安，国寿，新华，泰康之后。因此，究竟谁最受益还要看试点具体政策情况，要看试点险种情况，销售渠道情况等等。由于太保总部在上海，政府关系可能要强一些。另外，太保产品以分红险为主，在分红险销售领域积累了较多经验。如果最终试点政策是设计成传统，分红型产品，且在产品销售过程中有政府的推动因素在里面，太保才有可能成为受益最大的保险公司。

五、 定价新政影响

7 月初保监会发布了关于征求对《关于人身保险预定利率有关事项的通知（征求意见稿）》意见的函。通知决定放开传统人身保险预定利率。而分红保险的预定利率、万能保险的最低保证利率仍维持不变。1999 年 6 月以来，保监会将保险产品定价利率上限规定为 2.5%，之后 10 多年未变过。随着通胀率的抬升，其他金融产品的丰富，上述定价利率使得传统保险产品的竞争力不断减弱，传统险在各寿险公司保费占比不断下降，以至于快到被边缘化的程度。在这种背景下，保监会出台了放开传统险定价利率的征求意见稿，旨在引导行业回归传统险，发挥保险行业的保险保障功能。

市场将该政策解读为重大利空，以至于政策公布后几天，主要上市保险股下挫了近 10%。理由是担忧放开定价利率后引起非理性价格竞争，上世纪就是年代就是前车之鉴。

我们认为，价格竞争的风险不是没有，但此时的保险公司非彼时的保险公司，此时的监管机构也非此时的监管机构，上世纪 90 年代的非理性价格竞争情况难以重演。长期维持 2.5% 的定价利率显然已经和我国保险业发展的形势不符合，传统险不断走向没落就是明证。新政实施后，保险公司产品创新的活力将会加强，传统保险的销售可能迎来一片新天地，长期来看有利于保险业回归保险保障本性，有利于发挥其核心竞争优势。

根据与公司的交流，公司认为短期内该政策实施效果不会太明显，但长期来看，有利于激发该公司传统险的潜在市场。我们对此比较认同。

六、 估值与评级

使用内含价值法，基于中国巨大的保费增长潜力及公司市场地位，给予 25 倍新业务乘数，则 28 元是合理市场价值。就相对估值来看，公司目前估值水平介于中国平安与中国人寿之间。综合来看，公司长期价值明显，我们维持其“推荐”评级。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。